

关税政策与市场逆转

制定政策的艺术在很大程度上在于设定期望，并以此作为衡量未来所有决策的标准。当特朗普在“解放日”宣布推行极端关税政策时，市场显然感到忧虑。此后，美国劳动力市场保持稳定、盈利胜于预期及贸易战缓和均提振市场情绪。风险资产回升，债券收益率也上升。

风险资产能否持续上行，取决于经济表现和贸易政策是否明朗。债券方面，由于财政问题 / 高债务水平，特别是美国（尤其是鉴于特朗普的税务法案）和日本，收益率曲线的长年期部分将会持续承压。目前，我们上调了对美国、欧元区和中国大陆的经济增长预测，并下调了对美国的通胀预测。具体而言：

- **上调美国和欧元区的经济增长预测。**降低关税使我们把今年和2026年美国的经济增长预测（实际国内生产总值，同比）从1.3%略为上调至1.6%。与去年相比，美国经济仍处于减速状态，我们认为增长速度仍会低于潜在水平，而消费将会疲弱。我们已经把欧元区今年的经济增长预测上调至0.8%，而西班牙、意大利、法国和德国的增长预测则出现重大差异。
- **美联储和欧洲央行对经济疲弱的应对措施对市场十分关键。**正如近期的决策所反映，美联储只会被动应对。尽管市场降低了对美联储和欧洲央行降息的预期，但我们对美联储和欧洲央行今年降息次数的观点维持不变。



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监

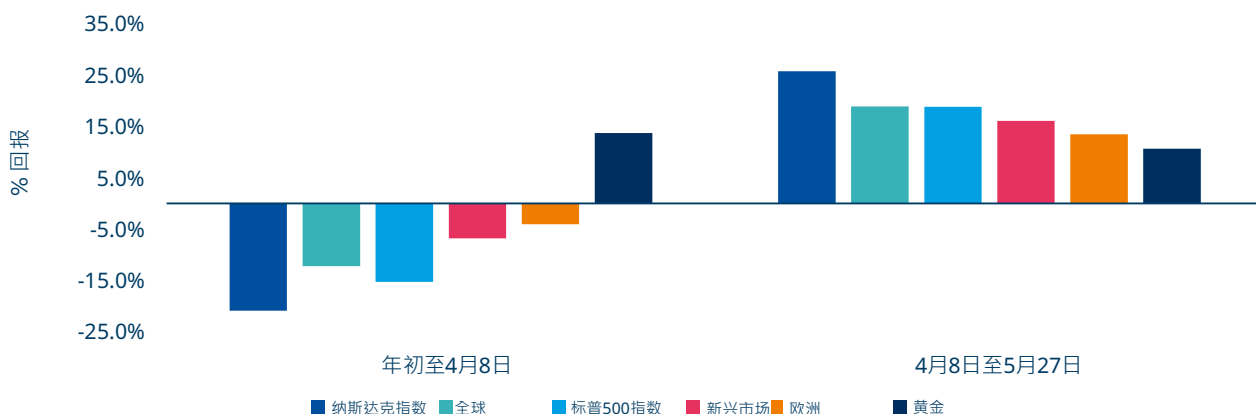


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

趋势逆转或受势头驱动而回升？



风险资产的升势会否持续，取决于经济活动、消费者情绪、企业信心和贸易政策的抗跌力。

- **消费者情绪和通胀预期对美国消费至关重要。**由于关税带来的冲击比预期温和，我们把美国今年的消费者物价指数预测下调至约3%。然而，消费仍可能受到贸易关税增加、美国政府潜在的削减开支和通胀预期影响，进而影响开支模式。
- **我们认为尽管中美两国都会努力“控制”双方关系和经济连系的下降趋势，但长期而言中美脱钩仍会持续。**在经济增长方面，我们把2025年的国内生产总值预测从3.9%上调至4.3%，虽然经济前景似乎已经几乎完全恢复，但我们要强调的是，有些损害无法逆转。贸易政策的不确定性仍然高企，将会影响私人市场的信心。

以上关于消费、经济增长和通胀的观点表明，市场的实际情况更为复杂。例如，虽然美国的通胀压力似乎有所减弱，但围绕更长期贸易政策决定的细节将会主导总体通胀趋势。

此外，近期美国和欧洲企业的盈利业绩均比预期理想，可能表示风险资产在短期内前景好转。尽管如此，我们认为投资者无需结构性重估风险。

东方汇理资产管理投资研究院：政策立场将会出现更细微的差别

预计美联储和欧洲央行*今年将会降息三次，美联储的基准利率将于年底达到3.75%。我们上调了对经济增长的预测，但对美联储降息的观点维持不变，因为2025年和2026年的经济增长将会低于潜在增长水平，继而促使美联储甚至在明年降息。欧洲央行也可能降息三次（每次25个基点），9月的利率将会达到1.5%*。不过，日本央行似乎是唯一处于上调利率周期的主要央行，预计利率到第三季将会升至0.75%。

中国大陆的政策制定者希望保留一些政策空间以备日后使用。中美谈判的结果降低了在第三季推行大规模财政刺激措施的可能性，但中国大陆政府仍然倾向支持经济增长。在货币政策方面，中国人民银行10个基点的降息幅度比我们预期的更为温和，这与央行在年初明显会全力支持经济增长的意图有所不同。我们仍然认为央行今年将会在7月和9月分别降息10个基点。

全球政策变得越来越微妙，美联储在降息前需要考虑通胀预期，欧洲央行的情况较好，而日本央行则可能上调利率。

MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

在此环境下，我们的主要投资观点为：

- **财政忧虑和政府债务问题再度浮现，将会影响包括日本在内的全球固定收益市场。**我们对美国久期的立场接近中性，并对高通胀预期、关税不确定性和债务供应导致的收益率波动保持警惕。我们仍然看好欧盟和英国，但对日本则比以往谨慎。信贷方面，我们看好优质短久期信贷，并看好欧盟多于美国。
- **对股票持平衡立场，倾向全球市场。**美国股市已收复早前的跌幅，随着近期上升，目前的估值已高于长期平均水平。就地区而言，我们偏好欧洲和英国，而在美国，增长型股票似乎深受市场情绪主导。
- **贸易紧张局势缓和和新兴市场有利，但在90天暂停时限结束后，关税情况尚未明朗。**总体而言，美国的通缩趋势、美联储的宽松政策和美元走弱，整体利好新兴市场资产。
- **在多元资产方面，我们进行战术性重新调整和加强避险。**经济增长前景虽不十分亮眼，但仍然尚可，盈利增长虽然比以往疲弱，但保持正向增长，让我们能通过股票看好风险资产，并在短期内略为更看好美股配置。

中美持续竞争将会带来波动和机会。因此，我们在市场错配的领域寻找价值，以提高回报，同时维持保护措施。

总体承险意欲

避险

承险

我们因应不断变化的宏观和市场趋势，略为调整观点，但总体风险立场仍然维持不变和持续看好。

与上月比较变动

固定收益：对日本久期更加谨慎，看好欧盟的程度略为下降。

新兴市场：现在看好亚洲新兴市场股票，看好印度股票的程度则轻微下降，但长期投资理据依然充足。

多元资产：战术性上调发达市场股票，并加强避险。

外汇：分别下调英镑和上调美元的观点至中性，但我们认为长远而言美元会持续疲弱。

总体承险意欲是不同投资平台和全球投资委员会共同对风险资产（信贷、股票、大宗商品）持有的质化观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

3

固定收益

作者

赤字忧虑带动长期收益率

美国消费者物价指数通胀和工资增长似乎受控，但债券卫士出现并关注高企的财政赤字、债务（今年有大量美国债券到期）以及通胀预期。关税下降刺激经济增长也推动收益率上行。在发达市场的收益率全线飙升的环境下，我们维持在全球严格选债的原则。

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

同时，我们密切留意欧洲（特别是德国和英国）的硬数据，以及欧洲央行和英国央行的反应。在目前而言，我们认为欧洲央行的工作比美联储轻松，因为美联储面对相对较高的通胀风险。总体而言，我们仍然温和看好久期，并维持美国收益率曲线走陡的观点。

久期和收益率曲线

- 我们看好总体久期，但因为预期欧元区经济将会开始受益于欧洲央行降息，因此略为下调对欧盟核心国家的观点。
- 持续看好周边国家和英国久期。
- 在美国，我们认为收益率曲线5年至30年期的部分将会更陡峭。
- 我们上调对日本的谨慎立场。

企业信贷

- 信贷持续提供具吸引力的收益率，并很可能受益于尚可的经济增长和持续宽松的货币政策。
- 我们仍然看好优质债券（投资级别债券多于高收益债券）和短期债券，但对长期信贷则普遍持谨慎态度。
- 地区方面，我们看好欧盟多于美国，对英国信贷则持中性观点。
- 板块方面，我们看好银行和BBB级证券。

外汇

- 美元方面，在高度波动的环境下，我们的立场转至中性。美元与美国利率之间的相关性已转为正面，因此美元作为分散投资工具的效果可能不如以往，但国际市场对美元的兴趣依然甚高，短期内或会出现轻微整固。
- 我们对英镑的观点转为中性，但鉴于局势未明，我们将保持主动管理投资。

美国30年期收益率在5月达到5%，波动性将会持续



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、美国财政部、彭博，截至2025年5月22日。

股票

作者

关税不确定性将会影响估值

中美两国之间的暂时性共识为市场带来喘息空间，使市场回升。然而，企业于盈利季度的指引证实我们的观点，即企业仍需要前景转趋明朗，才能作出投资决定，并评估对未来盈利的影响。劳动力市场一旦恶化和对通胀持续偏高的预期，都可能影响消费模式和股票估值。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

因此，市场波动应会持续，我们希望通过由基本面带动的自下而上方针，比较目前估值与企业未来盈利前景，以解决这个问题。我们在欧洲、英国和亚洲都发现这类优质企业。同时，我们倾向通过发掘商业模式稳健和不太容易受国际贸易持续不确定性影响的企业，以尽量降低波动性。

对环球股票的观点

- 美国和欧洲企业的盈利业绩比预期理想。但由于集中和估值风险，我们总体上对美国保持谨慎。尽管如此，我们维持自下而上的投资方针，并物色优质的工业领域和价格合理的防御性企业。
- 由于欧洲提供更好的估值保障，我们持续看好欧洲。面对与美国的持续关税不确定性，英国似乎已作好准备应对。
- 由于日本企业持续推行改革，并努力改善盈利能力和资本回报，我们仍然看好日本。

对板块和风格的观点

- 我们维持杠铃立场，并看好防御性和周期性板块。在欧洲，我们看好必需消费品和健康护理股。另一方面，我们也看好目前估值较佳的个别优质周期性板块。此外，我们在资产负债表稳健、股息率具有吸引力的银行股发现投资机会。
- 在美国，我们偏好相对不受特朗普不确定政策影响的价值股和优质股，也看好可能受益于收益率曲线走陡、特朗普政府可能作出温和的监管变动和降低税率的大型银行股。

经济增长下行风险和通胀上行风险可能使股票承压



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、DataStream，截至2025年5月12日。痛苦率=失业率和消费者物价指数通胀总计。痛苦率越高，可能代表股票估值越低。

新兴市场

作者

紧张局势缓和支持新兴市场

YERLAN
SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

由于美联储放宽政策和美元走弱，新兴市场前景正面。中美贸易谈判初期的超预期成果提振了市场情绪，但目前仍存在多项忧虑。在90天暂缓限期结束后的关税政策走向、特朗普难以预测的谈判策略，以及近期美国评级遭下调等问题，都可能引发市场波动。

中国大陆市场情绪改善，我们正评估该情况的可持续性。同时，由于缺乏大规模的财政刺激措施，我们对该国资产仍持谨慎立场。我们维持自下而上的策略，在新兴市场股票和债券中寻找价值。

新兴市场债券

- 我们持续看好硬货币和本币债券，全球通胀持续减慢和新兴市场央行降息应该会利好后者。此外，目前关税较低，新兴市场应该会面对较轻微的通胀压力，进一步推动本币债券。具体而言，我们看好巴西、墨西哥和秘鲁等拉丁美洲国家。
- 在国家方面，我们对中国大陆债券持接近中性的立场，并在持续通胀减慢的环境下看好印度。
- 外汇方面，如果特朗普把货币重新估值用作谈判工具，市场将会继续波动（例如新台币的情况）。

新兴市场股票

- 贸易紧张局势暂时缓和，我们略为更加看好亚洲新兴市场，而此局面也改善台湾地区科技板块的前景。尽管我们长远而言看好印度，但短期而言，印度面对私人资本支出略为疲弱和高市场估值等问题。
- 在新兴欧洲、中东及非洲，我们维持总体正面立场。由于欧洲普遍增长稳健，因此我们也看好新兴欧洲。
- 在拉丁美洲，我们看好巴西和墨西哥。我们认为区内经济回升已进入后期阶段，但拉丁美洲受美国贸易关税波动的影响相对较小。

对亚洲的主要观点

短期缓和。亚洲市场对中美双方协议降低超高关税的反应正面，但未能阻止市场改变对美国例外主义的观点。我们认为此情况可能导致亚洲机构对设立保护措施的需求上升，以抵御美元走弱的影响。此外，宏观不确定性增加可能在短期内抑制企业的投资决定，但应该不会改变亚洲企业重置供应链的中期战略，以应对不断变化的全球经济局面。

亚洲固定收益。随着通胀受控，美元走弱为亚洲央行开启降息的大门。我们认为亚洲新兴市场政府债券与美国国债之间的利差有进一步收窄的空间，以本地货币总回报而言，亚洲债券具有吸引力。企业信贷方面，我们继续看好作为稳定收益来源的优质投资级别债券，并继续严格挑选高收益债券。

亚洲股票。随着市场迅速回升，估值再次变得偏高，因此必须严格选股。由于预期区内经济增长将会温和减慢，我们继续关注中国大陆、印度和菲律宾的本地市场。投资者应该留意被低估的领域（如印度尼西亚的银行）和增长领域（如中国大陆人工智能领域的下游板块，包括软件、应用程序和云服务等的投资机会）。

多元资产

作者

在由动力主导的市场中重新调整平衡

尽管已避免出现中美出口关税最坏的情况，但我们认为下半年的贸易政策、增长 / 通胀和企业盈利仍然存在极大的不确定性。财政赤字和政府债务问题再度引发忧虑。目前，美国经济和劳工市场表现强劲。因此，我们在现时由动力带动的市场里战术性地重新调整风险立场。我们也认为投资者应该视之为加强避险的机会。

在发达市场股票方面，由于贸易冲突暂停后市场情绪正面，加上近期大盘股盈利理想带来的支持，我们略为调高对美股的观点。由于估值具有吸引力，我们也略为看好美国中盘股。另一方面，我们认为市场波动偏高，为选择性加强保护措施带来机会，例如我们持续看好欧元区。最后，英国成为欧洲分散投资的理想工具。在新兴市场，我们通过中国大陆维持看好的立场。对于中国大陆科技股和可能受益于额外流动性与财政支持措施的领域，我们略微调整立场。

我们维持看好久期，但更加倾向受赤字增加影响较轻微的领域。在美国，我们略为看好5年期债券，同时也看好欧盟核心国家、周边国家和英国。能源成本下降应该会使欧洲的通胀持续减慢，为欧洲央行提供降息空间。我们对日本态度谨慎，认为日元升值使日本央行面对的情况更加复杂。此外，在利差收益理想的情况下，我们认为新兴市场利差具有投资价值。

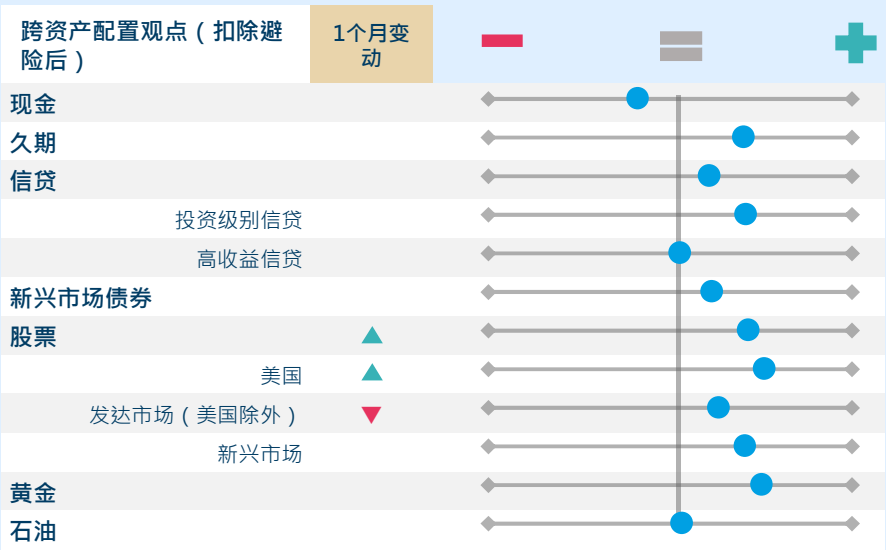
美元例外主义减弱继续带来影响，但走势未必呈线性。我们看好欧元兑美元和日元兑美元。总体而言，我们看好黄金，并更加认为需要为欧洲股票设立保护措施。

FRANCESCO SANDRINI
多元资产策略部主管

JOHN O'TOOLE
多元资产投资方案部主管

“我们认为风险资产近期回升，为投资者提供机会加强保护措施，并战术性调整对市场更具抗跌力领域的立场。”

东方汇理多元资产投资观点*



▼ 较上月看跌
▲ 较上月看好

资料来源：东方汇理，截至2025年5月30日。包括与上月比较变动。上表列出多元资产平台的主要投资观点（包含避险）。*相对于参考资产配置（基准为45%股票、45%债券、5%大宗商品、5%现金）的观点。“=”指中性。由于投资时可能使用衍生工具，“+”和“-”的数字可能无法相加。这是于特定时间的评估，可能随时更改。本资料并不拟作为未来业绩的预测，读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明用途，并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来的资产配置或投资组合。

东方汇理对各资产类别的观点

股票观点

股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国					◆					
美国增长			◆							
美国价值							◆			
欧洲								◆		
欧洲中小盘股								◆		
日本							◆			
新兴市场							◆			
全球因素	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
增长					◆					
价值							◆			
小盘股						◆				
优质						◆				

固定收益观点

久期	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国						◆				
欧盟	▼						◆			
英国								◆		
日本	▼			◆						
总体							◆			
信贷	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国投资级别债券						◆				
美国高收益债券			◆							
欧洲投资级别债券								◆		
欧洲高收益债券						◆				
总体							◆			
外汇	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲					◆				
欧元						◆				
英镑	▼					◆				
日元								◆		
人民币				◆						

▼ 较上月看跌
▲ 较上月看好

资料来源：全球投资委员会于2025年5月22日发表的观点摘要。上表显示对各种资产类别的绝对观点，并以9级别范围表示，=指中性立场。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。外汇列表呈列全球投资委员会的绝对外汇观点。

新兴市场观点

新兴市场债券	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国政府债券						◆				
印度政府债券								◆		
新兴市场硬货币债券								◆		
新兴市场本币债券									◆	
新兴市场企业债券								◆		
新兴市场股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新兴市场							◆			
亚洲新兴市场	▲						◆			
拉丁美洲								◆		
新兴欧洲、中东及非洲								◆		
新兴市场（中国大陆除外）							◆			
中国大陆						◆				
印度	▼						◆			

资料来源：全球投资委员会于2025年5月22日发表的观点摘要。

▼ 较上月看跌
▲ 较上月看好

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发给获准接受之人士，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标、财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。